



- Aktieninvestoren sollten relative Risikomaße mindestens in gleichem Maße berücksichtigen wie die absoluten Pendanten.
- Peergroup-Analyse globaler Value-Strategien zeigt negativen Zusammenhang zwischen relativem Risiko und erzielter Rendite auf.
- Ein gut gemanagtes, relatives Risiko-Profil schließt aktives Management und einen hohen Active Share nicht aus.

### Relatives Risiko veranschaulicht

Wenn Investoren über die Risiken ihrer Aktieninvestments nachdenken, werden abseits indexnaher Investments erstaunlicherweise selten Begriffe wie Tracking Error, Active Share oder relativer maximaler Kursverlust genannt – dies zu Unrecht!

Typischerweise hat jeder Investor zu jedem Zeitpunkt eine gewisse Aktienquote – exemplarisch sei hier der Ansatz einer Strategischen Asset-Allokation (SAA) zu nennen, welcher mittlerweile breite Anwendung findet. Natürlich gibt es temporär taktische Anpassungen (TAA), welche jedoch einen Komplettverkauf meiden. Zusammenfassend lässt sich also festhalten, dass der überwiegende Teil der Investorenlandschaft zu jeder Zeit eine gewisse Quote an Aktien hält.

Vor diesem Hintergrund ist es umso erstaunlicher, dass die Evaluierung des Aktienrisikos in der Regel aus absoluter Sicht und weniger aus relativer Sicht erfolgt. Denn unabhängig der gewählten Benchmark (Global, Europa, etc.) ist eine zentrale Fragestellung, wie weit die eigene Aktienallokation von dieser abweicht.

Zur Bezifferung dieses relativen Risikos bieten sich insbesondere drei Kennzahlen an:

1. **Tracking Error:** Die Volatilität der relativen/aktiven Rendite (Investment – Benchmark)
2. **Relativer Kursrückgang:** Größte kumulative Underperformance vs. Benchmark
3. **Active Share:** Prozentuale Überschneidung der Einzeltitelpositionen mit der Benchmark. Der Active Share liegt dabei immer zwischen 0 Prozent und 100 Prozent.

0 Prozent Active Share = perfekte Benchmark-Replikation.

100 Prozent Active Share = keinerlei Überschneidung mit der Benchmark.

Nachfolgend stellen wir uns die Frage, was bedeutet eigentlich ein Tracking Error von 2 Prozent, 5 Prozent oder 10 Prozent?

Im Rahmen einer einfachen Simulation einer aktiven Anlagestrategie veranschaulichen wir dies, auf Basis der folgenden Parameter:

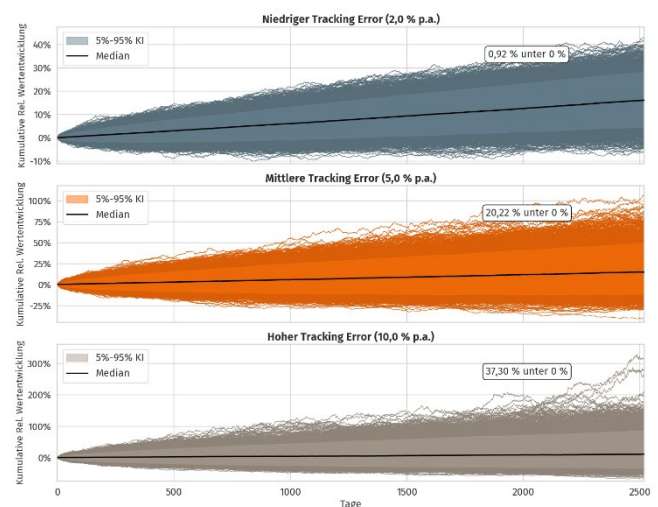
- Outperformance von 1,5 Prozent p. a.
- 10 Jahre Anlagehorizont
- 10.000 Simulationen
- Tracking Error-Szenarien: 2 Prozent, 5 Prozent und 10 Prozent

**Abbildung 1** stellt das Ergebnis des jeweiligen Tracking Error-Szenarios grafisch dar. Auf Basis der Parameter ergibt sich nach 10 Jahren in jedem Fall eine durchschnittliche Outperformance von 1,5 Prozent pro Jahr gegenüber der Benchmark. Allerdings zeigt sich, dass mit ansteigendem Tracking Error (relativem Risiko) das Ergebnis deutlich vom erwarteten Wert abweicht. In anderen Worten: Selbst, wenn man die absolute Sicherheit hätte, dass eine aktiv gemanagte Aktienstrategie langfristig in jedem Fall nach Kosten eine jährliche Outperformance erzielen wird, wäre es selbst unter großzügigen Annahmen nach 10 Jahren möglich, schlechter abzuschneiden als der Markt.

Das Ausmaß der kumulierten Abweichung steigt jedoch je nach relativem Risiko erheblich. Wohingegen im Falle von 2,0 Prozent Tracking Error p. a. nahezu in jedem Simulationenpfad eine Outperformance gegenüber dem Markt vorliegt, liegen bei einem Tracking Error von 10 Prozent über 35 Prozent aller Fälle unterhalb der Marktrendite, teils sogar in erheblichem Ausmaß.

Zusammenfassend lässt sich festhalten: Je besser eine Strategie das relative Risiko managt, desto sicherer realisiert sich das erwartete Ergebnis über die Zeit hinweg.

**Abb. 1: Simulation der relativen Performance über 10 Jahre**



Quelle: Assenagon, Bloomberg



In der modelltheoretischen Welt lässt sich argumentieren, dass gemäß dem Gesetz der großen Zahlen irgendwann – ungeachtet des relativen Risikos – der Erwartungswert der Outperformance erreicht wird. In der Praxis wird man sich hingegen mit folgenden Fragen auseinandersetzen müssen:

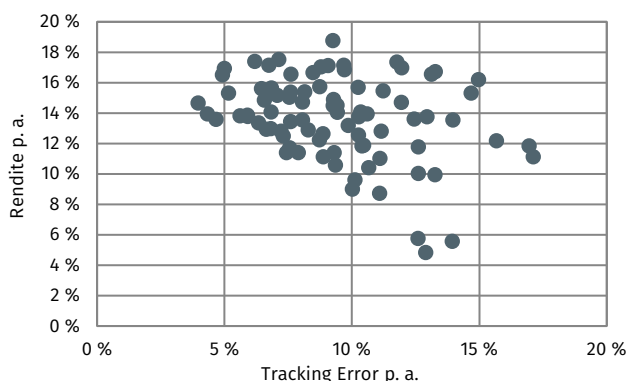
1. Besitzt man überhaupt den Zeithorizont "zu warten"?
2. Hält man die temporäre Underperformance bzw. den relativen Kursverlust aus?
3. Wie sicher ist man sich tatsächlich hinsichtlich der erwarteten Outperformance?

Insbesondere zum letzten Punkt lässt sich in der Praxis eine klare Aussage treffen: Erwartete Renditen oder gar deren Verteilung zu schätzen, ist wahrlich eine gewagte Annahme.

Um von der Simulation auf die Ergebnisse der Praxis zu sprechen zu kommen, haben wir Vergleichsgruppen aktiv gemanagter Aktienstrategien über die vergangenen fünf Jahre näher analysiert. Beispielhaft werfen wir in der nachfolgenden Analyse einen Blick auf globale Value-Strategien. **Abbildung 2** stellt die jährliche Rendite in Relation zum Tracking Error dar: Obwohl die Strategien ein ähnliches Ziel verfolgen – günstig bewertete Aktien zu kaufen – zeigt sich eine enorme Dispersion, sowohl hinsichtlich des Risikos als auch der Rendite.

Interessanterweise liegt ein leicht negativer Zusammenhang vor: Je größer das relative Risiko, desto geringer die erzielte Rendite – ein ähnliches Muster zu den Ergebnissen der Simulationen.

**Abb. 2: Rendite/Risiko p. a. der Value Peergroup über die letzten 5 Jahre**



Quelle: Assenagon, Bloomberg

Anmerkungen oder Anregungen? Wir freuen uns auf den Dialog mit Ihnen:  
[daniel.jakubowski@assenagon.com](mailto:daniel.jakubowski@assenagon.com) | [ulrich.wessels@assenagon.com](mailto:ulrich.wessels@assenagon.com)

Verwaltungsgesellschaft: Assenagon Asset Management S.A., Aerogolf Center, 1B Heienhaff, 1736 Senningerberg, Luxemburg, [www.assenagon.com](http://www.assenagon.com)

Dies ist eine Marketing-Anzeige. Bitte lesen Sie den Prospekt des Fonds und das Basisinformationsblatt, bevor Sie eine endgültige Anlageentscheidung treffen. Die Wertentwicklung des Fonds in der Vergangenheit ist kein Indikator für die zukünftige Wertentwicklung und bietet keine Garantie für einen Erfolg in der Zukunft. Alle Angaben dienen nur der Unterstützung Ihrer selbstständigen Anlageentscheidung, bei der insbesondere alle Eigenschaften oder Ziele des beworbenen Fonds berücksichtigt werden sollten, wie sie in den Verkaufsunterlagen offengelegt sind, und stellen weder eine persönliche Empfehlung, noch eine Anlage- oder Anlagestrategieempfehlung der auflegenden Verwaltungsgesellschaft Assenagon Asset Management S.A. dar. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit und Genauigkeit der Angaben kann keine Garantie übernommen werden. Eine Haftung wegen Fehlerhaftigkeit der Angaben ist ausgeschlossen. Verbindlich sind allein der Verkaufsprospekt, der aktuelle Jahres- und Halbjahresbericht sowie für OGA-Fonds das Basisinformationsblatt, die Sie unter [www.assenagon.com](http://www.assenagon.com), bei der Verwaltungsgesellschaft oder bei den Vertriebs-, Zahl- und Informationsstellen kostenlos in deutscher Sprache anfordern können. Eine Zusammenfassung der Anlegerrechte kann unter [www.assenagon.com/fileadmin/footer/Assenagon\\_Complaints\\_Handling\\_Policy.pdf](http://www.assenagon.com/fileadmin/footer/Assenagon_Complaints_Handling_Policy.pdf) eingesehen werden. Der Nettoinventarwert des Fonds kann Schwankungen unterworfen sein. Der Verkaufsprospekt enthält dazu umfangreiche Risikohinweise. Alle Angaben können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Die Verwaltungsgesellschaft kann Vertriebszulassungen einzelner Fonds und Teilfonds jederzeit nach eigenem Ermessen unter Einhaltung der gesetzlichen Vorgaben widerrufen. Informationen über nachhaltigkeitsrelevante Aspekte werden, falls anwendbar, unter [www.assenagon.com/fonds](http://www.assenagon.com/fonds) zur Verfügung gestellt. Die Ausführungen wurden lediglich auf die Vereinbarkeit mit luxemburgischem und deutschem Recht geprüft. In einigen Rechtsordnungen ist die Verbreitung derartiger Informationen unter Umständen gesetzlichen Beschränkungen unterworfen. Die vorstehenden Informationen richten sich daher nicht an natürliche oder juristische Personen, deren Wohn- bzw. Geschäftssitz einer Rechtsordnung unterliegt, die für die Verbreitung derartiger Informationen Beschränkungen vorsieht. Natürliche oder juristische Personen, deren Wohn- bzw. Geschäftssitz einer ausländischen Rechtsordnung unterliegt, sollten sich über die besagten Beschränkungen informieren und diese entsprechend beachten. Insbesondere richten sich die in dieser Darstellung enthaltenen Informationen nicht an Staatsbürger des Vereinigten Königreichs (ausgenommen jeweils (1) Informationen, deren Bereitstellung aufgrund einer Vertriebszulassung des jeweiligen Produkts erlaubt ist und (2) Personen, die unter Ausnahmeregelungen nach der Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotions) Order 2005 (die "Verordnung") fallen, wobei zu den relevanten Ausnahmeregelungen der Verordnung Artikel 49 der Verordnung (hochvermögende Unternehmen – High Net Worth Companies) zählt). Die Informationen in diesem Dokument sind weiterhin nicht für Gebietsansässige der Vereinigten Staaten oder andere Personen bestimmt, die als "US-Personen" im Sinne von Rule 902 in Regulation S des U.S. Securities Act von 1933 in der jeweils geltenden Fassung gelten, und dieses Dokument ist nicht als Angebot oder Verkauf einer Beteiligung an einem von Assenagon verwalteten Fonds an US-Personen zu verstehen. Keine US-amerikanische Wertpapieraufsichtsbehörde oder sonstige Aufsichtsbehörde auf Bundes- oder bundesstaatlicher Ebene hat die Richtigkeit oder Angemessenheit dieser Präsentation oder sonstiger Informationen, die den Anlegern ausgehändigt oder zur Verfügung gestellt wurden, bestätigt. Jede gegenteilige Äußerung stellt einen Straftatbestand dar. Hinweise zum Datenschutz entnehmen Sie bitte dem Verkaufsprospekt.

### Assenagon Equity Framework

Im Kontext der theoretischen Simulation – die auf wahrlich großzügigen Annahmen fußt – lässt sich festhalten, dass hohe relative Risiken nicht belohnt werden. Dennoch ist es beachtlich, dass ein signifikanter Anteil an globalen Value-Strategien teilweise einen Tracking Error von 10 Prozent p. a. oder mehr aufweisen.

Selbst die modelltheoretische Simulation zeigt, dass mit einem Tracking Error von 10 Prozent und einer "sicheren" Outperformance von 1,5 Prozent p. a. in gut 37 Prozent der Fälle nach 10 Jahren die Benchmark underperforms wird.

### Für den Anleger

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass relative Risikomaße mindestens in gleichem Maße Berücksichtigung finden wie die absoluten Pendanten. Darüber hinaus sollte zumindest hinterfragt werden, welches Ausmaß an Tracking Error ausgehalten werden kann.

Denn was man mit Sicherheit weiß: Die klassische Normalverteilung liegt im Falle von Aktienrenditen nicht vor, Extremereignisse in Form von 3-Sigma-Events, also Ereignisse, die weit außerhalb der statistischen Norm liegen, treten in der Praxis relativ häufig auf. Das bedeutet, bei einem Tracking Error von 10 Prozent p. a. wird sich sehr wahrscheinlich im Laufe der Zeit eine relative Abweichung von 30 Prozent oder mehr realisieren.

Ein gut gemanagtes, relatives Risiko-Profil schließt Portfolio-Aktivität nicht aus: Active Shares von 80 Prozent lassen sich problemlos mit einem Tracking Error kleiner als 5 Prozent umsetzen.

*Daniel Jakubowski, Dr. Ulrich Wessels*

PS: Lesen Sie in der nächsten Ausgabe über den Unterschied von Position und Positionierung.